

Focus Stati Uniti

La Fed causerà una recessione?

Nonostante il chiaro rallentamento della crescita in atto da inizio 2022, l'economia USA è ancora in espansione, con inflazione elevata e mercato del lavoro sotto pressione. La Fed si è impegnata a riportare l'inflazione al 2%, attuando una riduzione della domanda attraverso una politica monetaria restrittiva duratura e rendendo **sempre più probabile una recessione nel 2023**. L'assenza di squilibri finanziari e i bilanci in ordine di famiglie e imprese fanno prevedere che un'eventuale svolta ciclica possa essere **relativamente poco profonda** e meno violenta rispetto alle tre precedenti recessioni.

- Dopo un'estate passata a temere che l'economia USA fosse già sull'orlo di una recessione e a prevedere una svolta dei tassi ravvicinata, i mercati sono stati travolti dal ciclone Powell, che ha cancellato le interpretazioni *dovish* dei dati e della comunicazione della Fed. Il nostro scenario non ha mai condiviso con il mercato i timori di una recessione imminente (pur segnalando da diversi trimestri i rischi crescenti di recessione nel 2023), né le previsioni di una Fed *dovish*. Facciamo ora il punto sullo scenario congiunturale per crescita, mercato del lavoro e prezzi, alla luce dei dati usciti a luglio e agosto, e aggiorniamo la valutazione del sentiero dei Fed Funds e dei rischi di recessione.
- **Recessione sì, recessione no?** Lo **scenario di crescita**, come in ogni fase di transizione, è di difficile lettura. Le informazioni disponibili, a nostro avviso, indicano che una recessione non è in atto, ma è probabile nel 2023.
 - I **dati non sono compatibili con una recessione (oggi)**, nonostante due trimestri di PIL in calo nella prima metà dell'anno. Dal 2020, le stime di PIL e reddito mostrano una discrepanza crescente (Fig. 2). In base ai dati di reddito, l'economia è cresciuta a ritmi in media pari a circa 1,5% t/t ann. con indicazioni più in linea con l'andamento degli occupati (variazione media mensile da inizio anno pari a 471 mila). Prevediamo revisioni verso l'alto per il PIL. Tuttavia, anche utilizzando come riferimento una media fra reddito e PIL, è evidente che la crescita sta rallentando e che stanno aumentando i rischi di recessione (Figg. 3 e 4).
 - I **consumi** restano in espansione, con variazioni intorno a 1,5% t/t ann. attese anche nei prossimi trimestri, grazie al reddito da lavoro (spinto dalla dinamica solida di salari e occupazione) e al risparmio accumulato durante la pandemia. Il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, generato dalla politica monetaria restrittiva, dovrebbe frenare la crescita dei consumi nella parte centrale del 2023, quando sono concentrati i rischi di recessione.
 - Gli **investimenti non residenziali** sono già in significativo rallentamento da inizio anno, e le indagini di settore mostrano un indebolimento degli ordini, con indicazioni di quasi-stagnazione. I colli di bottiglia all'offerta in alcuni settori persistono, ma l'attività delle imprese appare frenata principalmente da domanda meno forte e da continua scarsità di manodopera.
 - Gli **investimenti residenziali** sono in caduta libera da metà 2021, anche prima del rialzo dei tassi, con contributi negativi alla crescita previsti ancora nel 2022 e nel 2023. Va però rilevato che il 2022 non è il 2006: il settore immobiliare residenziale è in una fase di carenza strutturale di abitazioni. La correzione delle vendite è causata non solo dal rialzo dei tassi sui mutui, ma anche da prezzi troppo elevati e ancora in forte crescita (intorno al 20% a/a), che hanno ridotto l'accessibilità all'acquisto sui minimi storici. Il risultato di eccesso di domanda e prezzi elevati è un ulteriore spostamento delle scelte abitative verso l'affitto, con aumento delle pressioni indirette sull'inflazione.
- **Il mercato del lavoro rimane sotto pressione, i salari sono su un sentiero incompatibile con la stabilità dei prezzi.** La **crescita occupazionale** rimane forte (378 mila nuovi occupati in media

5 settembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Mercato del lavoro:
osservato speciale

nei primi otto mesi del 2022). Il **tasso di disoccupazione**, a 3,7% ad agosto, è sotto il livello di più lungo termine stimato dalla Fed al 4%, con la partecipazione ancora 1pp al di sotto del livello pre-Covid, in seguito a una stagnazione persistente della forza lavoro, interrotta solo ad agosto con un moderato aumento. Le posizioni aperte sono tornate a crescere a luglio, a 11,2 mln, e sono pari al doppio dei disoccupati (Fig. 5). Le imprese riportano ancora carenza diffusa di manodopera disponibile. La relazione fra posizioni aperte e disoccupazione (curva di Beveridge, v. Fig. 6) in questo ciclo si è spostata verso l'alto e segnala che, in caso di riduzione delle posizioni aperte, è probabile un rialzo non marginale della disoccupazione. Le posizioni vacanti e le dimissioni volontarie sono i migliori previsori della dinamica salariale e indicano che le pressioni sulle retribuzioni resteranno elevate ancora per diversi trimestri, con aumento dei rischi sull'inflazione. L'azione della Fed si dovrà sentire (dolorosamente) su questo fronte. In passato, **ogni volta che il tasso di disoccupazione è aumentato di più di 0,3pp, è seguita una recessione.**

- **Inflazione forse al picco, ma il 2% è ancora (troppo) lontano.** L'inflazione in questo ciclo è stata **spinta sia dall'aumento della domanda sia dai vincoli all'offerta.** Secondo la NY Fed, la dinamica dei prezzi sarebbe stata più bassa di circa il 30% in assenza dei colli di bottiglia all'offerta. Un'altra analisi, sempre della NY Fed, rileva che in questo ciclo la trasmissione delle pressioni dai prezzi all'import e dal costo del lavoro è circa raddoppiata. L'inflazione ciclica, al 6,4% a/a, rimane su un trend verso l'alto ancora a luglio, mentre la componente aciclica ha svoltato all'inizio dell'estate.

L'inflazione è troppo elevata e non scenderà senza una significativa e duratura restrizione monetaria

Il rientro recente dei prezzi energetici, il rafforzamento del dollaro e la stabilizzazione delle strozzature delle catene globali del valore stanno riducendo i vincoli dal lato dell'offerta di beni. Il rallentamento della domanda, sia domestica sia globale, spinto dagli effetti delle politiche monetarie restrittive, dovrebbe contribuire nei prossimi trimestri a riportare verso il basso l'inflazione. Sul mercato del lavoro invece, un indicatore ciclico tipicamente ritardato, per ora non ci sono segni di svolta della domanda.

I prezzi rispondono sempre con ritardo alla politica monetaria: qual è il quadro dell'inflazione oggi e quali sono i trend? Il rallentamento dell'inflazione core a luglio (Fig. 7) deve essere considerato provvisorio. Come ha detto Powell, un singolo dato non è evidenza convincente di svolta, soprattutto se rialzi elevati restano diffusi alla maggior parte delle voci (Fig. 8). A luglio, il 45% dei consumi aveva aumenti dei prezzi superiori al 5% m/m ann. e la persistenza di incrementi sostenuti rischia di alimentare ulteriormente la spirale inflazionistica.

L'inflazione core rimane elevata sia per i beni sia per i servizi. Per i **beni core**, il ritmo di aumento dei prezzi è ancora su **livelli storicamente elevati, ma sembra aver passato il picco** in molti settori, grazie al miglioramento dal lato dell'offerta e allo spostamento dei consumi verso i servizi. Per quanto riguarda i **servizi**, che hanno un peso dominante nei panieri dei consumi, i prezzi restano in rialzo solido in gran parte dei settori: tariffe aeree, servizi sanitari, ricreazione e abitazione hanno prezzi in aumento compreso fra 20 e 30% a/a. Il principale fattore di rischio viene dai **prezzi dell'abitazione**, in rialzo medio di 0,6% m/m fra maggio e luglio, con gli affitti e gli affitti figurativi in aumento in media intorno a 0,7% m/m (Fig. 10). La mancanza di case con prezzi accessibili sta spingendo una quota crescente di famiglie verso l'affitto, alimentando ulteriormente l'inflazione nel comparto. Come mostra la Fig. 9, i prezzi delle case si sono stabilizzati intorno al 20% a/a, ma la loro relazione storica con la componente abitazione del CPI punta a un'attesa di più di un anno prima di vedere una svolta di questa voce. Infine, per i **servizi ex-abitazione**, i salari rappresentano una quota elevata dei costi e mantengono il trend dei prezzi verso l'alto, come riportato dalle indagini.

In conclusione, **l'inflazione non può rientrare autonomamente in assenza di una restrizione della domanda generata dalla politica monetaria.**

- Questa è la conclusione a cui è arrivata anche la Fed e che è stata riassunta in modo esplicito e incisivo dal **discorso di Powell** al simposio di Jackson Hole del 26 agosto scorso. La banca centrale ritiene che l'economia sia ancora in espansione, il mercato del lavoro sia sotto pressione e l'inflazione sia troppo elevata. Pertanto, la politica monetaria deve

L'inflazione ora è l'obiettivo dominante della politica monetaria

diventare restrittiva e restarlo per un "certo tempo", indipendentemente dai costi sul fronte della crescita e del mercato del lavoro. Come ha detto Powell, un periodo prolungato di crescita sotto il trend e un indebolimento del mercato del lavoro sono gli inevitabili "costi dolorosi" della disinflazione.

Il sentiero dei tassi deve essere inizialmente ripido e successivamente piatto, in modo da garantire che il rientro dell'inflazione sia credibile e duraturo. Powell ha sottolineato che la Fed oggi non vuole ripetere gli errori del passato. L'esperienza storica insegna che è molto costoso interrompere prematuramente la restrizione monetaria. "Il successo della disinflazione di Volcker all'inizio degli anni '80 ha seguito molteplici tentativi falliti di ridurre l'inflazione nei 15 anni precedenti. Per arginare l'elevata inflazione è stato necessario un lungo periodo di politica monetaria molto restrittiva" (J. Powell, 26.08.2022). Il messaggio della Fed è che la banca centrale ora ha un solo obiettivo dominante, l'inflazione, e che è disposta a sopportare il costo di una recessione, se necessario.

Previsioni per i tassi: ancora rialzi rapidi e stabilità per gran parte del 2023. Powell ha affermato che "un altro aumento inusualmente ampio potrebbe essere appropriato alla prossima riunione", a seconda dei dati e dell'evoluzione dello scenario. I dati principali da monitorare sono quelli del mercato del lavoro e dell'inflazione di agosto (previsione: CPI core +0,5% m/m). Tuttavia, vanno anche seguite le indicazioni delle aspettative, della fiducia e della domanda di lavoro. Le informazioni disponibili, le previsioni per gli indicatori in uscita nelle prossime settimane e i commenti dei partecipanti al FOMC sono in linea, a nostro avviso, con un altro rialzo di 75pb: alziamo quindi la nostra previsione per la riunione di settembre da 50 a 75pb. Manteniamo l'aspettativa di un intervento di 50pb a novembre, seguito da due rialzi da 25pb a dicembre e gennaio, con i **Fed Funds attesi a 4,25% a fine 2022 e un punto di arrivo a 4,5% a inizio 2023. La svolta verso il basso, a nostro avviso, potrebbe avvenire nel 2024.**

Previsioni per i fed funds: punto di arrivo a 4,5% a inizio 2023, svolta nel 2024

- In conclusione, la Fed si è impegnata ad agire fino a quando l'inflazione non sarà domata in modo convincente, con una **restrizione monetaria duratura**. L'esperienza storica mostra che i cicli di rialzo dei tassi attuati in fase di inflazione superiore al 4% e in aumento, e accompagnati da una ripresa della disoccupazione, si sono sempre conclusi con una recessione. **È improbabile che questa volta sia diverso.**

Recessione: probabilmente sì, ma non un'altra "grande recessione"

Tuttavia, non tutte le recessioni sono uguali. Nel caso attuale, alcune caratteristiche rilevanti implicano che **la recessione attesa per il 2023 potrebbe essere relativamente poco profonda**: non ci sono evidenti eccessi finanziari, i bilanci delle famiglie e delle imprese sono in ordine, la Fed è tornata a un atteggiamento credibilmente anti-inflazionistico. Le fonti di amplificazione della volatilità finanziaria viste nelle recessioni causate dalle bolle delle dot-com e del mercato immobiliare sono ora assenti e riducono i rischi di un'altra "grande recessione".

Fig. 1 – Dopo due trimestri di contrazione, il PIL dovrebbe tornare a crescere nel 3° trimestre

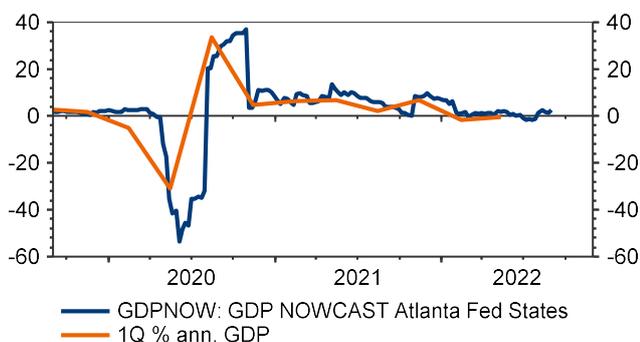
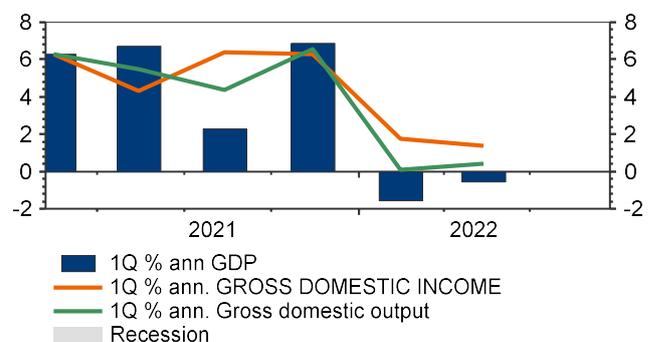
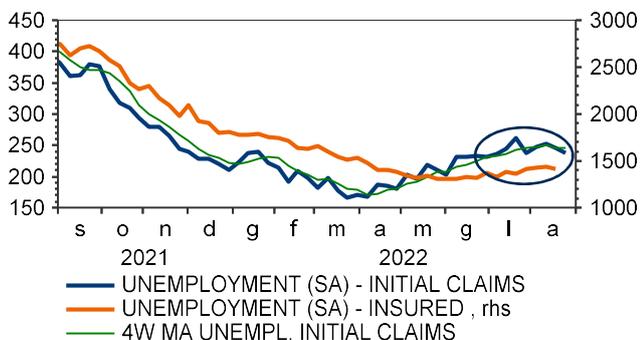


Fig. 2 – Se la divergenza fra PIL e reddito si chiuderà, la crescita potrebbe risultare positiva anche nel 1° semestre



Fonte: BEA, Atlanta Fed

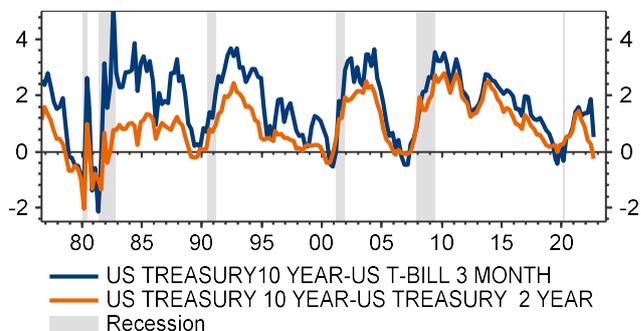
Fig. 3 – Indicatori di recessione: i segnali premonitori dai sussidi di disoccupazione si sono interrotti in estate...



Fonte: BLS

Nota: gross domestic output= media fra PIL e reddito. Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – ...mentre le curve dei rendimenti danno indicazioni preoccupanti



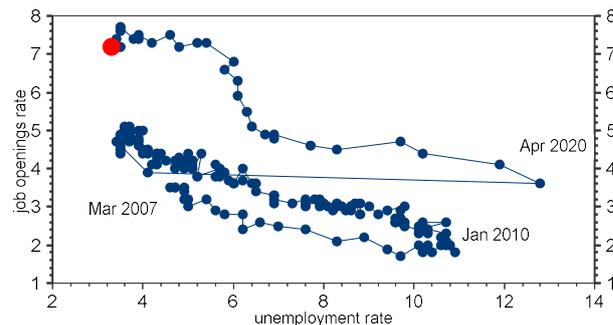
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Posizioni vacanti di nuovo in aumento a luglio e pari al doppio dei disoccupati



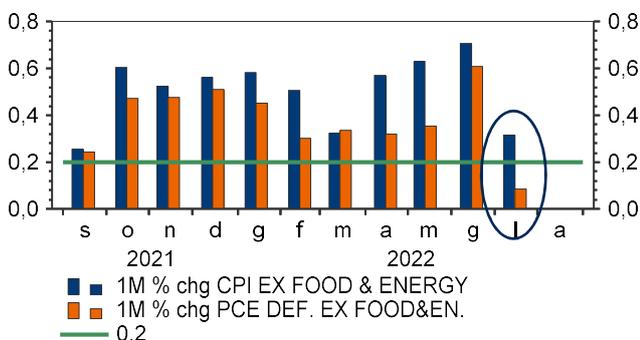
Fonte: BLS

Fig. 6 – La nuova curva di Beveridge fa prevedere disoccupazione in rialzo in caso di riduzione delle posizioni vacanti



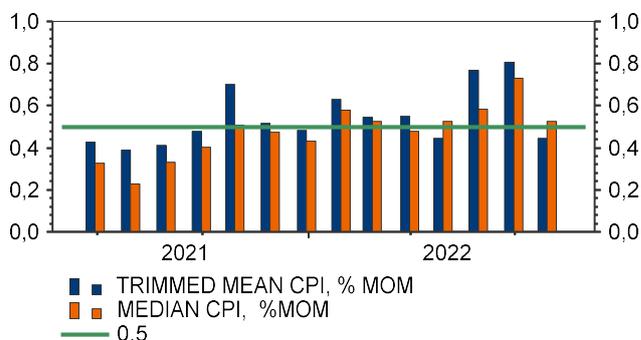
Fonte: BLS

Fig. 7 – Variazioni mensili dei prezzi core: una rondine non fa primavera...



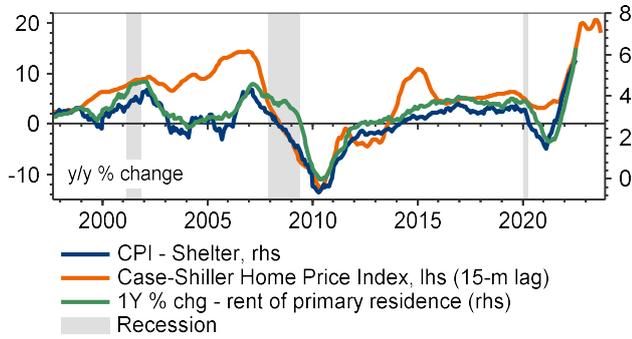
Fonte: BLS, BEA

Fig. 8 – ...soprattutto se la diffusione di variazioni elevate rimane ampia



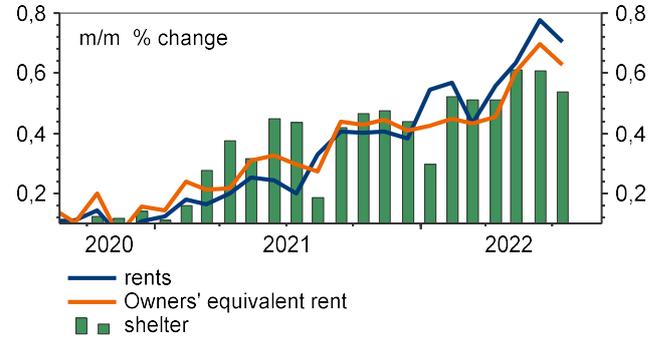
Fonte: Atlanta Fed

Fig. 9 – Prezzi delle case e componente abitazione del CPI: la svolta è ancora lontana



Fonte: BLS, Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – Affitti e affitti figurativi spingono l'inflazione verso l'alto



Fonte: BLS

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------